

**КАЗАНСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ИНСТИТУТ УПРАВЛЕНИЯ, ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ**

Кафедра финансов организации

А.Б. АНКУДИНОВ, Д.Ш. УСАНОВА, Э.И. ХАЙРУЛЛИНА

ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННЫЕ МЕТОДЫ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСАМИ

**Методическая разработка для проведения семинарских и
практических занятий, организации самостоятельной работы**

Направление 38.03.01
Профиль
Квалификация (степень)

Экономика
Корпоративные финансы
Магистр

Казань – 2015

*Принято на заседании кафедры финансов организации
Протокол № 1 от 29 августа 2014 года*

Рецензент:

кандидат экономических наук, доцент
кафедры финансов организации КФУ **Е.Ю. Стрельник**

Анкудинов А.Б.

Ценностно-ориентированные методы управления финансами /
А.Б. Анкудинов, Д.Ш. Усанова, Э.И. Хайруллина. – Казань: Казан. ун-т,
2015. – 18 с.

Ценностно-ориентированные методы управления корпоративными финансами представляют собой необходимый составной элемент системы компетенций экономиста магистерского уровня, формирующий у магистрантов стоимостное мышление и навыки практического применения управленческих технологий, направленных на создание акционерной стоимости и ценности для прочих стейкхолдеров.

Магистерский курс «Ценностно-ориентированные методы управления финансами» направлен, прежде всего, на развитие понимания объективных закономерностей создания акционерной стоимости и их отражения в управленческих решениях, принимаемых на различных уровнях управления коммерческих организаций разных сфер деятельности.

Методическая разработка включает: вопросы для обсуждения, практические задания, вопросы и задания для самостоятельной работы и список литературы по каждой теме.

The value-based methodology in corporate finance represents essential element of master in economics degree qualifications. It is intended for development of value-based mindset as well as knowledge and skills required to apply management technologies of value creation for financial as well as non-financial stakeholders.

The course of value-based management in corporate finance is aimed to develop understanding of objective laws of shareholder value creation as well as their reflection in managerial decisions at different management levels of companies representing various sectors of economy.

The manual includes discussion questions, review questions, problems, individual assignments, cases and bibliography.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	4
Тема 1. Основные понятия и методологические основы ценностно-ориентированного управления.....	6
Тема 2. Основные элементы ценностно –ориентированного управления корпоративными финансами.....	7
Тема 3. Финансовые индикаторы создания стоимости.....	9
Тема 4. Формирование системы мотивации менеджмента на основе показателя экономической добавленной стоимости	12
Глоссарий	15

ВВЕДЕНИЕ

Ценностно-ориентированные методы управления корпоративными финансами представляют собой необходимый составной элемент системы компетенций экономиста магистерского уровня, формирующий у магистрантов стоимостное мышление и навыки практического применения управленческих технологий, направленных на создание акционерной стоимости и ценности для прочих стейкхолдеров. Без глубокого понимания методологии ценностно-ориентированного менеджмента эффективное управление финансами коммерческих организаций в условиях глобализующихся финансовых рынков оказывается невозможным.

Магистерский курс «Ценностно-ориентированные методы управления финансами» направлен, прежде всего, на развитие понимания объективных закономерностей создания акционерной стоимости и их отражения в управленческих решениях, принимаемых на различных уровнях управления коммерческих организаций разных сфер деятельности.

Методическая разработка включает: вопросы для обсуждения, практические задания, вопросы и задания для самостоятельной работы и список литературы по каждой теме. Магистрантам рекомендуется проработать список вопросов, относящихся к каждой теме заблаговременно, чтобы, если им не удалось найти ответы на вопросы в материалах, предназначенных для самостоятельной проработки, задать соответствующие вопросы преподавателю.

Семинарские занятия по курсу «Ценностно-ориентированные методы управления финансами» проводятся в форме дискуссии, в ходе которой преподаватель выступает в роли модератора, а также резюмирует результаты обсуждения. На практических занятиях рассматриваются расчет и применение ключевых индикаторов создания акционерной стоимости, критический анализ и отбор показателей, предназначенных для измерения и контроля эффективности деятельности менеджмента на различных уровнях управления корпоративными финансами. Условия практических заданий могут содержать избыточную ин-

формацию либо, наоборот, требовать от магистранта умения привлечь дополнительную информацию и/или сделать и обосновать необходимые для решения задания допущения.

Индивидуальные задания носят творческий характер, их выполнение направлено на развитие навыков самостоятельного расчета и интерпретации показателей экономической добавленной стоимости (EVA) и экономической прибыли (EP), а также формирования компенсационных планов менеджеров на различных уровнях управления на основе стоимостных индикаторов. Результаты выполнения индивидуальных заданий представляются преподавателю в письменном виде; проведенные расчеты должны сопровождаться необходимыми пояснениями, привлеченные данные – ссылками на использованные источники. Не допускается воспроизведение фрагментов опубликованных текстов (в том числе в Интернет-источниках) без соответствующих ссылок. Основным критерием оценки качества выполнения индивидуальных заданий выступает продемонстрированное понимание магистрантом базовой методологии функционирования системы ценностно-ориентированного менеджмента и способность на этой основе формировать аргументированные решения, подкрепленные, при необходимости, соответствующими расчетами. После проверки и рецензирования выполненных работ в ходе аудиторного индивидуального занятия организуется дискуссия по теме задания. В целях обеспечения эффективности обсуждения не допускается отклонение от единых для всех магистрантов темы индивидуальной работы и дискуссионных вопросов по теме.

В соответствии со спецификой дисциплины конкретные задания на индивидуальную самостоятельную работу, приведенные в методической разработке, могут быть изменены. Последнее связано с тем, что задания должны отражать текущую ситуацию на финансовых рынках, которая в последние годы весьма изменчива.

ТЕМА 1. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО УПРАВЛЕНИЯ (2 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Понятие и виды стоимости бизнеса. Стоимость и ценность.
2. Акционерная стоимость и ценность бизнеса для прочих стейкхолдеров.
3. Фундаментальная оценка собственного капитала компании и ее роль в управлении финансами.
4. Создание акционерной стоимости как основная цель управления корпоративными финансами.

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Система измерения вновь созданной акционерной стоимости как основной элемент ценностно-ориентированного управления.
2. Стейкхолдерско-агентский подход к ценностно-ориентированному управлению корпоративными финансами.
3. Идентификация экономических рент как источников создания акционерной стоимости. Особенности формирования экономических рент на низкоэффективных рынках.

Вопросы и задания к теме 1

1. Дайте определение целевой функции фирмы в рамках агентского и стейкхолдерского подходов.
2. Опишите и охарактеризуйте методы фундаментальной оценки собственного капитала компании.
3. Охарактеризуйте понятие и содержание термина «стоимостное мышление».

4. Дайте определение экономических рент. Охарактеризуйте постоянные и временные экономические ренты. Укажите источники экономических рент, не связанные с ограничением конкуренции.

Рекомендуемая литература

1. Анкудинов А.Б., Сафина Л.А. Ценностно-ориентированный менеджмент на основе инвестиций в инновации в условиях эффективных рынков экономического пространства ВТО: монография. – LAP LAMBERT Academic Publishing. Saarbrücken, 2012, гл. 1.

2. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. СПб.: Издательский дом Санкт-Петербургского государственного университета, 2006, гл. 3.

3. Ивашковская И.В. Управляемая стоимость // Секрет фирмы, №4, 2003.

**ТЕМА 2. ОСНОВНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ ЦЕННОСТНО –
ОРИЕНТИРОВАННОГО УПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫМИ
ФИНАНСАМИ (2 ЗАНЯТИЯ)**

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Принципы ценностно-ориентированного управления финансами коммерческих организаций.

2. Комплекс финансовых и нефинансовых показателей, отражающих процесс создания акционерной стоимости. Базовые требования к финансовым индикаторам стоимости.

3. Оценка стоимости бизнеса и ее место в управлении, ориентированном на стоимость.

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Драйверы стоимости и их определение.

2. Основные этапы внедрения системы ценностно-ориентированного управления финансами.

3. Специфика управления процессом создания стоимости в условиях формирующегося рынка капитала.

Вопросы и задания к теме 2

1. Проведите анализ финансовых методов оценки стоимости фирмы в контексте управления, ориентированного на стоимость.

2. Проведите сравнение показателя чистой приведенной стоимости (NPV), показателей прироста акционерной стоимости и результатов оценки стоимости бизнеса как индикаторов эффективности ценностно-ориентированного управления финансами.

3. Охарактеризуйте роль и возможности сбалансированной системы показателей в рамках ценностно-ориентированного менеджмента.

4. Проанализируйте специфические особенности управления процессом создания стоимости в условиях формирующегося рынка капитала.

Рекомендуемая литература

1. Анкудинов А.Б. Индикаторы эффективности вклада менеджмента в создание акционерной стоимости на зрелых и формирующихся рынках // Вестник казанского государственного финансово-экономического института, №3(8), 2007, с.58-60.

2. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

3. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента, №4, 2004, с.113-132.

4. Каплан, Р., Нортон, Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. / Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2003.

5. Коупленд, Т., Коллер, Т., Муррин, Дж. Стоимость компании: оценка и управление. – 2-е изд., стер. / Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2002.

6. Эванс, Ф.Ч., Бишоп, Д.М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2004.

7. Young, David S., O'Byrne, Stephen F. EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation – McGraw Hill, 2001.

ТЕМА 3. ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ (3 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Концептуальные основы классификации измерителей стоимости.
2. Экономическое содержание и взаимосвязь основных индикаторов создания стоимости, реализующих различные концепции оценки эффективности управления бизнесом.
3. Сравнительный анализ эффективности индикаторов создания стоимости.
4. Результаты эмпирического анализа информационного контента отдельных показателей.

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Стоимостное управление на основе критерия экономической добавленной стоимости (экономической прибыли).
2. Расчет и интерпретация показателей экономической добавленной стоимости (EVA) и экономической прибыли (EP) в системе ценностно-ориентированного управления.
3. Проблемы оценки стоимости капитала и выполнения корректировок бухгалтерской отчетности.
4. Сравнительный анализ показателя экономической добавленной стоимости и других измерителей стоимости.

Занятие 3

Вопросы для обсуждения

1. Дискуссионные вопросы использования методики измерения стоимости на основе показателя EVAtm.
2. Проблемы внедрения управления на основе критерия экономической добавленной стоимости (экономической прибыли).
3. Проблемы интеграции рыночных и бухгалтерских оценок.
4. Технические особенности формирования показателя для компаний различных секторов экономик. Результаты эмпирического анализа информационного контента отдельных показателей.
5. Бюджетное управление на основе стоимостных критериев.

Вопросы и задания к теме 3

1. Детально проанализируйте алгоритмы расчета показателей рентабельности собственного капитала (Return on Equity – ROE), рентабельности чистых активов (Return on Net Assets – RONA), экономической добавленной стоимости (Economic Value Added – EVA), денежной добавленной стоимости (Cash Value Added – CVA), акционерной добавленной стоимости (Shareholder Value Added – SVA), рыночной добавленной стоимости (Market Value Added – MVA), полной акционерной доходности (Total Shareholder Return – TSR), денежной доходности инвестиций (Cash Flow Return on Investments – CFROI) с позиций базовых требований к финансовым индикаторам стоимости. Сравните результаты анализа с представленными в литературе.
2. Выполните обзор эмпирической литературы посвященной анализу эффективности показателя экономической добавленной стоимости (EVA) как индикатора создания акционерной стоимости и информационного контента данного показателя по отечественному и зарубежным рынкам.
3. Компания «Cyprus Golden Investments» (далее – CGI) зарегистрирована на одном из средиземноморских островов, входящих в зону Евро, для осуществления инвестиционного проекта. Прогнозные данные по проекту представлены в таблице 1.

Таблица 1

Прогнозные данные по проекту компании «CGI»

млн. евро

Показатель	1 год	2 год	3 год	4 год	5 год
EBITDA	60	65	70	75	80
Амортизация	20	20	20	20	20
Оборудование по балансовой стоимости	100	80	60	40	20
Оборотные активы	150	140	130	120	110

Рассчитайте показатели NOPAT, инвестированный капитал, затраты на капитал (средневзвешенная стоимость капитала компании WACC равна 10%) и EVA. Объясните взаимосвязь показателей EVA и чистой приведенной стоимости (NPV).

4. Рассчитайте показатель избыточного дохода (Excess Return) на конец года на основании исходных данных, приведенных в таблице 2.

Таблица 2

Исходные данные для расчета показателя Excess Return

Показатель	на начало года	на конец года
Рыночная стоимость (Market value – MV), млн. руб.	500	610
EVA, млн. руб.	20	31
Необходимый прирост EVA, млн. руб.		1,45
Ожидаемая EVA, млн. руб.		21,45
ИС - инвестированный капитал, млн. руб.	140	140
Стоимость капитала, WACC, %	10	10

Примечание. Для расчета показателя Excess Return рекомендуется сначала рассчитать показатель NOPAT на конец года. Затем, с учетом рассчитанного показателя NOPAT, определить величину фактического акционерного капитала

и сравнить ее с ожидаемой величиной акционерного капитала, рассчитанной с использованием показателей MV и WACC.

5. На основании самостоятельно подобранной финансовой отчетности в стандартах МСФО или US GAAP отечественной публичной компании за три последних года рассчитайте показатели Экономической добавленной стоимости (EVA) по годам, проанализируйте динамику этого показателя в сравнении с динамикой показателей чистой прибыли на акцию (EPS), и мультипликаторов цена/прибыль (Price/Earnings – P/E-ratio) и рыночная цена акции к учетной стоимости (Market-to-Book Ratio). Для оценки средневзвешенной стоимости капитала используйте модель CAPM и показатель доходности к погашению облигаций (YTM).

Рекомендуемая литература

1. Коупленд, Т., Коллер, Т., Муррин, Дж. Стоимость компании: оценка и управление. – 2-е изд., стер. / Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2002.

2. Манн, Р., Майер, Э. Контроллинг для начинающих / Пер. с нем. М.: Финансы и статистика, 1992.

3. Young, David S., O'Byrne, Stephen F. EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation – McGraw Hill, 2001.

ТЕМА 4. ФОРМИРОВАНИЕ СИСТЕМЫ МОТИВАЦИИ МЕНЕДЖМЕНТА НА ОСНОВЕ ПОКАЗАТЕЛЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ (1 ЗАНЯТИЕ)

Вопросы для обсуждения

1. Основные цели и основополагающие принципы корпоративного компенсационного менеджмента в рамках ценностно-ориентированного управления финансами.

2. Традиционные подходы к формированию системы компенсационного менеджмента. Бонусные планы, не связанные с концепцией остаточного дохода, их преимущества и недостатки.

3. Бонусные планы на основе показателя EVAtm. Ограничения, связанные с использованием показателя EVAtm при формировании компенсационных планов. Комплексные компенсационные планы, основанные на использовании показателя EVAtm.

4. Анализ эффективности компенсационных планов на основе показателя EVAtm.

Вопросы и задания к теме 4

1. Охарактеризуйте понятия «леверидж благосостояния» (wealth leverage) и «выкуп компании менеджерами» (management buyout). Приведите числовой пример оценки показателя «леверидж благосостояния» на реалистичных цифрах.

2. Приведите примеры бонусных планов менеджеров, использующие традиционные показатели (основанные на учетных или рыночных оценках). Проанализируйте их преимущества и недостатки.

3. Проанализируйте преимущества и ограничения бонусных планов на основе показателя EVAtm.

4. Проанализируйте специфические проблемы внедрения компенсационных планов на основе рыночных оценок и показателей остаточного дохода в условиях формирующихся финансовых рынков.

5. Годовой бонус топ-менеджера регионального подразделения компании определяется по следующей формуле:

$$\text{Бонус} = \text{целевой бонус} + y\%(\Delta EVA - EI) \quad [4.1],$$

где: EI представляет собой улучшение показателя EVA (EVA improvement).

При этом в компенсационном плане топ-менеджера оговорены следующие условия:

- если компания генерирует EVA в интервале от 5 млн. руб. до 5,5 млн. руб., то топ-менеджер получает только целевой бонус в размере 100 тыс. руб.;
- если EVA окажется ниже 5 млн. руб., то годовой бонус топ-менеджера становится равен нулю.

Определите размер годового бонуса топ-менеджера, если значение показателя EVA составит 5,6 млн. руб. Поясните полученный результат. Опишите

преимущества и недостатки формирования годового бонуса топ-менеджера по рассмотренной схеме. Приведите графическую иллюстрацию.

Рекомендуемая литература

1. Теплова Т.В. Финансовые механизмы корпоративного управления: банк бонусов и опционные модели оценки вклада (Часть 3) // Менеджмент сегодня, 2005, 1.

2. Young, David S., O'Byrne, Stephen F. EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation – McGraw Hill, 2001.

ГЛОССАРИЙ

Агентские издержки (Agency costs) – явные и неявные издержки, связанные с разделением функций владения и управления компанией.

Временная рента (Temporary rent, Quasi-rent) – экономическая рента, извлекаемая в условиях, когда отрасль не находится в состоянии долгосрочного равновесия.

Драйверы стоимости (Value drivers) – инструменты, «ответственные» за трансформацию управленческих усилий в стоимость.

Избыточный доход (Excess return) – разность между фактически созданной и ожидавшейся стоимостью на конец отчетного периода.

Квазирента (Quasi-rent) – см. временная рента.

Компенсационная политика компании – система мер финансового и нефинансового характера, мотивирующих работников на достижение поставленных перед ними целей в рамках ценностно-ориентированного управления и принятой контрактной модели.

Корректировки бухгалтерской отчетности (Accounting adjustments) – устранение искажающего, по мнению менеджмента, влияния принятых стандартов финансового учета на статьи отчетности, отражающие процесс создания стоимости.

Нормальная прибыль – минимальный уровень прибыли, при котором собственник не выводит свои средства из конкретного бизнеса.

Остаточный доход (Residual income) – обобщенное понятие, объединяющее все измерители доходности, учитывающие стоимость использованных финансовых ресурсов.

Постоянная рента (Persistent rent) – экономическая рента, извлекаемая фирмой, обладающей монопольным положением или иными средствами контролирующей рынок.

Реальный опцион – юридически обязывающий контракт либо хозяйственная ситуация, в соответствии с которыми менеджмент компании получает

возможность внести изменения в осуществляемый проект либо предпринять иные хозяйственные действия на заранее известных условиях. На эффективном рынке возникновение подобной возможности всегда обусловлено дополнительными затратами, которые несет держатель опциона. Эти затраты и представляют собой цену опциона.

Рынки капиталов (Capital markets) – финансовые рынки, на которых торгуются финансовые активы срочностью более одного года.

Рыночная капитализация (Market capitalization) – произведение количества находящихся в обращении акций на их рыночную стоимость; другими словами – рыночная оценка капитала, принадлежащего собственникам компании.

Сверхдоход (Abnormal return) – доходность на инвестицию, превышающая уровень, необходимый для компенсации ее (инвестиции) рисковости.

Секьюритизация (Securitization) – объединение небольших низколиквидных кредитов и выпуск под их обеспечение нового долга в ликвидной форме (в форме долговых ценных бумаг).

Скорректированная Бета (Adjusted Beta) – оценка Бета-коэффициента ценной бумаги, полученная на основе корректировки рассчитанного по историческим данным коэффициента с учетом допущения о том, что «истинная» Бета ценной бумаги с течением времени стремится к единице.

«Совершенные рынки» (Perfect markets) – рынки ценных бумаг, на которых отсутствуют препятствия к совершению сделок: ценные бумаги бесконечно делимы, налоги и транзакционные издержки отсутствуют, равно как и издержки на получение и обработку информации.

Стейкхолдеры (Stakeholders) – в широком смысле слова – все заинтересованные в деятельности компании лица. При этом в отличие от акционеров и кредиторов, предоставляющих фирме финансовые ресурсы и несущих соответствующие риски, прочие стейкхолдеры вкладывают в деятельности фирмы свой специфический капитал, и соответственно принимают на себя нефинансовые риски (в частности, риск ликвидности).

Теория арбитражного ценообразования (Arbitrage pricing theory) – равновесная модель ценообразования финансовых активов, в соответствии с которой ожидаемая доходность ценной бумаги представляет собой линейную функцию ряда факторов.

Фундаментальная стоимость актива – стоимость, определяемая суммой дисконтированных денежных потоков, ожидаемых от использования актива.

Экономическая рента (Economic rent) – величина, равная разности между доходом и альтернативными затратами на инвестированный капитал.

Явная (бухгалтерская) прибыль – признанная в соответствии с действующими стандартами финансового учета выручка за вычетом отражаемых в учете расходов.

Методическая разработка

Анкудинов Андрей Борисович,

Усанова Диана Шамилевна,

Хайруллина Эльвира Ильдаровна

ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННЫЕ МЕТОДЫ УПРАВЛЕНИЯ
ФИНАНСАМИ